

2025 年 08 月 25 日

产品与 IP 矩阵多样化提升，期待下半年持续推新

布鲁可 (0325. HK)

评级:	买入	股票代码:	0325
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	193.3/81.0
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	292.87
最新收盘价(港元):	117.5	自由流通市值(亿港元)	292.87
		自由流通股数(百万)	249.25

事件概述

公司发布 2025 年中期业绩公告，2025H1 公司实现收入 13.38 亿元，同比增长 27.9%，净利润 2.97 亿元，同比由亏转盈，经调整净利润 3.20 亿元，同比增长 9.6%，经调整净利润率 23.9%，同比-4.0pct。

► 销售收入增长受益于销量增长和平价产品销售增长，海外地区低基数下销售同比增长 899%。
 分产品看，拼搭角色类玩具销售收入 13.25 亿元，同比增长 30%，量价拆分来看，销量同比增长 97%至 1.11 亿件，平均价格为 12.0 元，同比下滑 34%，其中平价价格带产品（零售价 9.9 元）收入达 2.16 亿元，销量达 0.49 亿盒，去年同期无此类产品，销售的增长主要得益于自有及授权 IP 产品组合的商业化，以及销售网络的扩大；积木玩具 0.13 亿元，同比下滑 46%，销量同比减少 43%至 0.1 百万件，其他产品 33 万元，同比增长 112%。

分地区看，中国地区实现收入 12.26 亿元，同比增长 19%，海外实现收入 1.11 亿元，同比增长 899%，占总收入从 2024 年的 3%提升至 8%，其中美国和印尼是海外市场收入最高的两个国家。

分渠道看，线下经销销售 12.12 亿元，同比增长 27%，占比 91%，占比保持稳定；线下委托销售 0.18 亿元，同比增长 32%，占比 1%；线上销售 1.08 亿元，同比增长 45%，占比 8%，主要渠道包括天猫、京东、抖音、拼多多、Tiktok、Shopee、Lazada，以及微信小程序 BloksClub，线上销售的增长得益于销量的增加，尤其是 16 岁以上消费者的销售增加。

► 盈利能力：拼搭角色类玩具毛利率同比下降 4.8pct，销售、研发人员数量增长使得费用率上升。

25H1 公司实现毛利率 48.4%，同比下降 4.5pct，分业务看，拼搭角色类玩具毛利率 48.5%，同比下降 4.8pct，积木玩具毛利率 32.8%，同比下降 5.1pct。销售费用率增长 1.7pct 至 13.2%，主要由于营销和推广开支增加 0.14 亿元，以及销售及经销人员人数增长，雇员福利开支增加 0.18 亿元。研发费用率增加 2.3pct 至 9.6%，主要由于研发人员人数增加，工资、薪酬及福利增加 0.38 亿元，研发人员达 599 人，占员工总数 67.1%，体现公司对产品研发的重视。行政费用率下降 35.1pct 至 3.5%，主要由于 24H1 一次性支出以股份为基础的薪酬 3.59 亿元，以及上市开支 0.15 亿元。

► IP 产品多元化提升，对头部 IP 的依赖减少，16 岁以上年龄段产品收入占比提升至 15%。

截至 2025 年上半年，公司已将 19 个 IP 商业化，上半年公司签署了 13 个新 IP；共有 925 个 SKU 上市销售，新推出 273 个 SKU，包括但不限于初音未来、小黄人、酷洛米、名侦探柯南、芝麻街、奥特曼、变形金刚、漫威：无限传奇、宝可梦、火影忍者，新 SKU 占总收入的 53.1%。前

四大 IP 产品收入占比均超过总收入的 10%，合计占比 83.1%，24H1 前三大 IP 产品的收入占比为 92.3%。

16 岁以上年龄段产品收入占比同比增长 4.4pct 至 14.8%。

投资建议

长期来看，公司可复用产品打造能力，加速孵化变形金刚、假面骑士等头部授权 IP，以及英雄无限等原创 IP，此外，海外市场有望成为公司的第二成长曲线。基于上半年的情况，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入分别为 32.07/46.40/61.82 亿元（原预测为 39.07/56.06/74.03 亿元），同比分别+43%/45%/33%；归母净利润分别 7.73/11.50/15.79 亿元（原预测为 9.63/14.68/19.86 亿元），同比分别+293%/49%/37%；EPS 分别 3.10/4.61/6.33 元（原预测为 3.87/5.89/7.97 元），最新股价（8 月 22 日收盘价 117.5 港元，汇率 1HKD=0.92CNY）对应 PE 分别为 35/23/17X。维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；消费者需求变化；IP 依赖和授权风险；自有 IP 开发保护不足。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	876.69	2240.93	3206.62	4640.07	6181.54
YoY (%)	169.27%	155.61%	43.09%	44.70%	33.22%
归母净利润(百万元)	-206.10	-401.05	773.51	1149.96	1578.85
YoY (%)	50.92%	-94.59%	292.87%	48.67%	37.30%
毛利率 (%)	47.33%	52.60%	49.87%	51.21%	52.20%
每股收益 (元)	-1.38	-2.69	3.10	4.61	6.33
ROE (%)	0.13	0.25	-0.94	3.56	0.83
市盈率	0.00	0.00	34.83	23.43	17.07

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘文正

邮箱：liuwz1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120007

联系电话：

分析师：刘彦菁

邮箱：liuyj3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525020003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2240.93	3206.62	4640.07	6181.54	净利润	-401.05	773.51	1149.96	1578.85
YoY (%)	155.61%	43.09%	44.70%	33.22%	折旧和摊销	87.55	13.38	16.21	18.90
营业成本	1062.12	1607.52	2264.06	2954.48	营运资金变动	64.56	-17.40	2041.43	966.07
营业税金及附加					经营活动现金流	762.33	756.72	3193.83	2551.69
销售费用	283.12	384.79	556.81	710.88	资本开支	-120.48	-70.00	-70.00	-70.00
管理费用	465.05	96.20	139.20	185.45	投资	1.25	0.63	0.94	0.78
财务费用	2.01	-3.54	-6.98	-8.90	投资活动现金流	-118.87	-54.36	-55.14	-56.86
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-54.74	5.00	2.50	3.75
营业利润	238.17	893.64	1331.99	1836.21	筹资活动现金流	-286.23	4.94	2.34	3.52
营业外收支					现金净流量	359.13	707.30	3141.03	2498.35
利润总额	-295.68	910.01	1352.89	1857.47	主要财务指标				
所得税	102.36	136.50	202.93	278.62	成长能力				
净利润	-398.04	773.51	1149.96	1578.85	营业收入增长率	155.61%	43.09%	44.70%	33.22%
归属于母公司净利润	-401.05	773.51	1149.96	1578.85	净利润增长率	-94.59%	292.87%	48.67%	37.30%
YoY (%)	-94.59%	292.87%	48.67%	37.30%	盈利能力				
每股收益 (元)	-2.69	3.10	4.61	6.33	毛利率	52.60%	49.87%	51.21%	52.20%
资产负债表 (百万元)					净利率	-17.90%	24.12%	24.78%	25.54%
货币资金	719.96	1427.26	4568.30	7066.65	总资产收益率 ROA	-24.97%	27.58%	18.39%	17.00%
预付款项					净资产收益率 ROE	25.06%	-93.52%	356.16%	83.02%
存货	278.54	343.58	538.83	667.31	偿债能力				
其他流动资产	32.16	37.90	60.71	76.97	流动比率	0.38	0.66	0.97	1.19
流动资产合计	1215.44	2371.44	5765.14	8750.46	速动比率	0.28	0.55	0.87	1.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.23	0.39	0.77	0.96
固定资产	153.74	194.80	233.81	270.87	资产负债率	199.66%	129.49%	94.84%	79.53%
无形资产	78.86	94.42	109.20	123.24	经营效率				
非流动资产合计	390.55	432.77	486.56	537.66	总资产周转率	1.71	1.45	1.02	0.80
资产合计	1605.99	2804.21	6251.70	9288.12	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	5.00	7.50	11.25	每股收益	-2.69	3.10	4.61	6.33
应付账款及票据	566.70	880.84	1224.29	1608.27	每股净资产	-10.75	-3.32	1.30	7.63
其他流动负债	2556.67	2658.40	4570.30	5606.65	每股经营现金流	5.12	3.04	12.81	10.24
流动负债合计	3181.50	3618.43	5915.96	7373.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	25.08	12.86	12.86	12.86	PE	0.00	34.83	23.43	17.07
非流动负债合计	25.08	12.86	12.86	12.86	PB	0.00	-32.58	83.45	14.17
负债合计	3206.58	3631.29	5928.83	7386.39					
股本	0.13	0.13	0.13	0.13					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	-1600.59	-827.08	322.87	1901.73					
负债和股东权益合计	1605.99	2804.21	6251.70	9288.12					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。